

米「貯蓄から消費」進展、年末商戦に加速も 金利上昇要因、米 10 年債は 12 月に金利上昇の傾向

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/11/24 (水)

米国の家計はコロナ不安や給付金などで退蔵されてきた貯蓄から、消費への支出活用が進展しつつある。経済活動再開の裾野の広がりもあり、年末商戦に向けては一段の加速が注目されそう。年末商戦は物価高騰や供給・物流制約、品不足などが重石となるが、10月の米小売売上高は予想を上回る打たれ強さが示されていた。米国の内需改善や安全逃避減退、貯蓄減は米国債金利の上昇（債券価格は下落）要因となるほか、季節要因としても米 10 年債金利は 12 月にかけて上昇パターンが目立っている。

英米調査、年後半に貯蓄超過額の消費シフト示唆

「英国や米国での世帯サーベイ結果によれば、(昨年から) コロナ禍で増えた貯蓄を今年末までに少なくとも 5 割使うと回答した世帯は全体の 4 分の 1 程度、5 割未満使う世帯は全体の 2 分の 1 程度となっている。調査結果を踏まえると、欧米主要国で累積された貯蓄超過額の一定程度は、2021 年後半に消費に向けられることが予想される」――。

内閣府では今年 8 月に取りまとめた「世界経済の潮流 2021 年」レポートの中で、このような見通しを示している。

同レポートではコロナ危機開始時の 2020 年 1-3 月から直近までの累積貯蓄超過額について、米国は 2.5 兆ドル（対 GDP 比 12.0%）と試算していた。米 FRB の資金循環統計では家計部門の貯蓄が今年 3 月末に 14 兆 5429 億ドルとなり、コロナ危機前 2019 年末の 11 兆 3745 億ドルから +3 兆 1684 億ドルの急増となっている。米国の貯蓄はコロナ不安や給付金、株式を始めとしたリスク資産上昇の売却などで過去最高規模に積み上がっているが、目先は実際に「2021 年後半に消費に向けられる」（内閣府）可能性が注目されやすい。

もちろん、今年の米年末商戦については、物価高騰や供給・物流制約、品不足、人手不足などが重石となる。それでも「年末商戦の早め開始」などが反映された最新 10 月の米小売売上高は、前月比 +1.7% 増と市場予想の +1.4% や 9 月修正値の +0.8% を上回る打たれ強さとなった。ブルームバーグでは、「積み上がった貯蓄や賃金上昇に支えられ、個人消費は堅調なペースで続いている」、「電気製品の売上高が大きく伸びたほか、建設資材や電子商取引を含む無店舗小売でも増えた」といった解説を行っている。

その他、16 日にかけては、「ウェドブッシュ・セキュリティーズは、米アップルが米年末商戦の間に iPhone を約 4000 万台販売するとの見通しを示す。

年末商戦では過去最多」、「米小売大手ウォルマートは通期の売上高・利益見通しを上方修正。年末商戦に玩具や衣料品などの需要が急増することを見込む」、「ウォルマートは商品の移動に自社の船舶を利用し、年末商戦を控えて米在庫を 11.5% に拡大の確保」、「米ホームセンター大手のホーム・デポは決算発表で、年末商戦の出足は好調と説明」（ロイター）といった好調な見通しが相次いだ。

米国での貯蓄から消費へのシフトに関しては、米国の個人貯蓄は前年比で今年 3 月に +168.3% まで急増したあと、反動マイナスへと転じている。8 月には -35.9%、9 月には -46.7% へと減少してきた。裏表での部分的な消費シフトもあり、小売売上高は 8 月に前月比で +1.2%、9 月に +0.8% と復調。10 月は +1.7% と、3 カ月連続での増加となっている。

米貯蓄率の前年比低下、米金利と日本株上昇実績

しかも小売売上高の前月比はトレンドを示す 12 カ月移動平均で、最新 10 月に +1.3% と前月の +1.2% からプラス幅を拡大させてきた（方向角度は上向き転換）。昨年以降の急減を経て、今年 4 月には +3.8% とリバウンド改善となったが、その後は感染再増加や物価上昇、自動車や住宅などの在庫不足、給付金の息切れなどで再減速となっていた。しかし 10 月からは、改善トレンドの軌道へと回帰しつつある。

米国の貯蓄率についても前年比変化幅では、今年 3 月の +13.5% をピークに前年比低下へと転じている。最新 9 月には -6.8% となり、6 カ月連続での前年比マイナスになってきた。米国での貯蓄率低下と消費回復は米国債市場に対し、米国の内需改善やインフレ刺激、安全逃避減退、貯蓄減、米国債に流入する貯蓄などの余剰資金縮減を通じ、金利上昇（債券価格は下落）の要因となりやすい。

しかも足元の米国ではインフレ上昇圧力が持続しており、最新 11 月のミシガン大学消費者信頼感指数では「5-10 年先のインフレ期待」が 2.9% となった。5 月以降は 2.8% から 3.0% のレンジが定着し、2013-2014 年以来の高水準で高止まりとなっている。当時の米 10 年債金利は時間差連動の形で、2.8% から 3.0% 超えまで上昇となるなど一定の相関性がある。

米国では期待インフレ率を示し、予想物価指標であるブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) も、10 年物ベースの日中最高が 16 日に 2.78% となった。過去最高水準での高止まりとなっている。こちらも過去には時間差ケースを含め、米 10 年債金利は水

準が接近していく連動相関パターンが繰り返されてきた。

米国の貯蓄率については、過去に前年比変化幅が2016年7月の-0.5%から同年12月には-0.9%に低下する場面があった。同期間中に米10年債金利は、1.32%前後から2.64%方向に逆行での上昇となっている（米債価格は下落）。その前では貯蓄率の前年比が、2013年5月の-2.2%から同年12月に-5.6%へと急低下した。同期間に米10年債金利は、1.61%前後から3.03%方向への上昇が観測されていた。

しかも現在の場合、米国債市場は季節要因として12月にかけて金利上昇の圧力が掛かりやすい。背景としては、年末商戦による成長底上げ、冬季の暖房油需要などに伴う原油・資源価格の上昇、米国債の投資・運用を行う内外の各種投資家による年末決算対応売りやポートフォリオ・リバランス、新年明けまでの新規米債投資の手控え、米国の企業による金利上昇前の駆け込み的な社債発行の増加（債券市場全体の需給悪化リスク）——などが影響を及ぼす例がある。

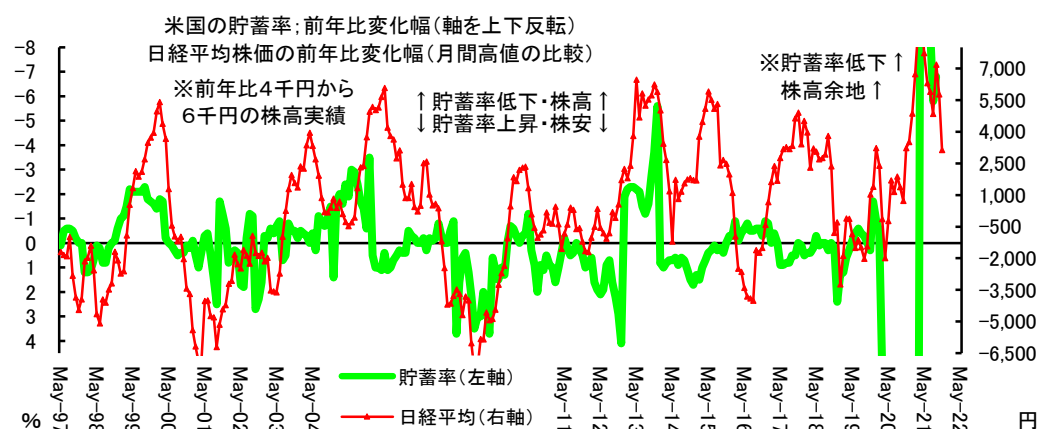
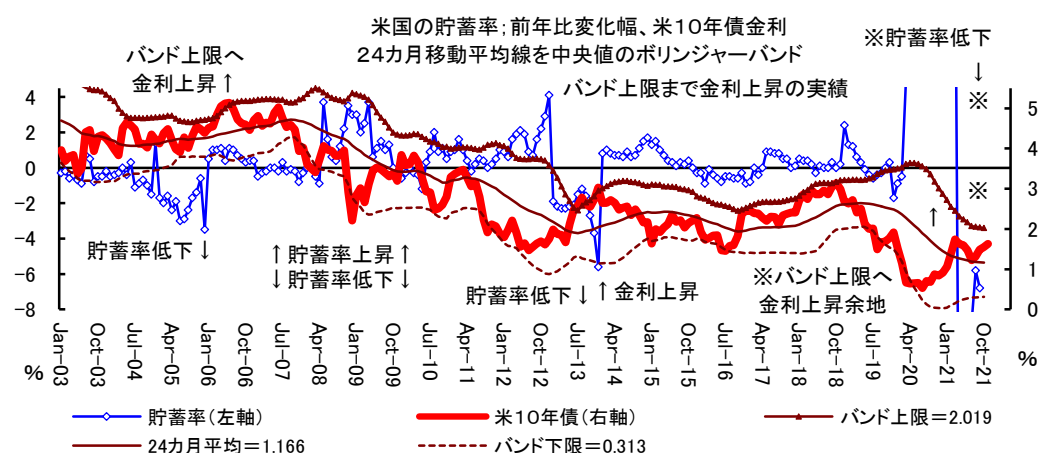
最近の10月から12月の米10年債金利・月間最高でいえば、昨様が10月0.88%から12月0.98%（+0.11%）、2019年が1.86%から1.95%（+0.09%）となっている。12月は10月比で+0.1%前後の上昇例も見られてきた。その点、今年の10月

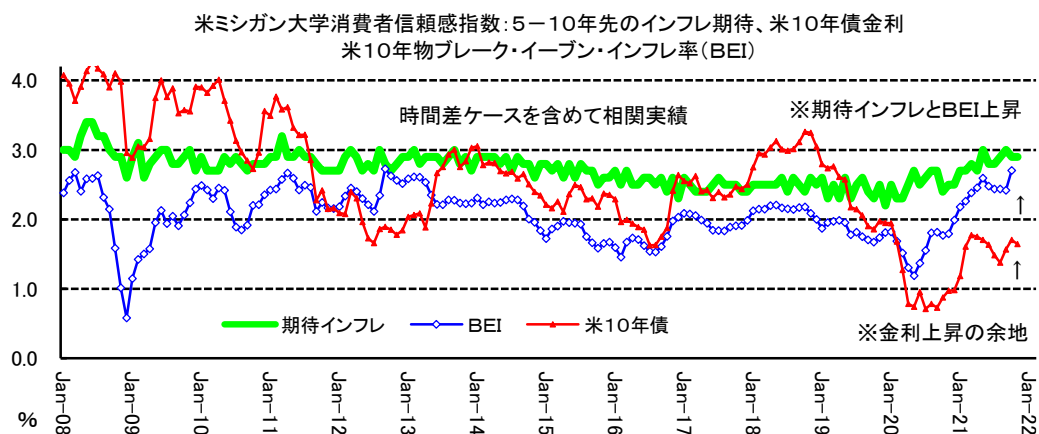
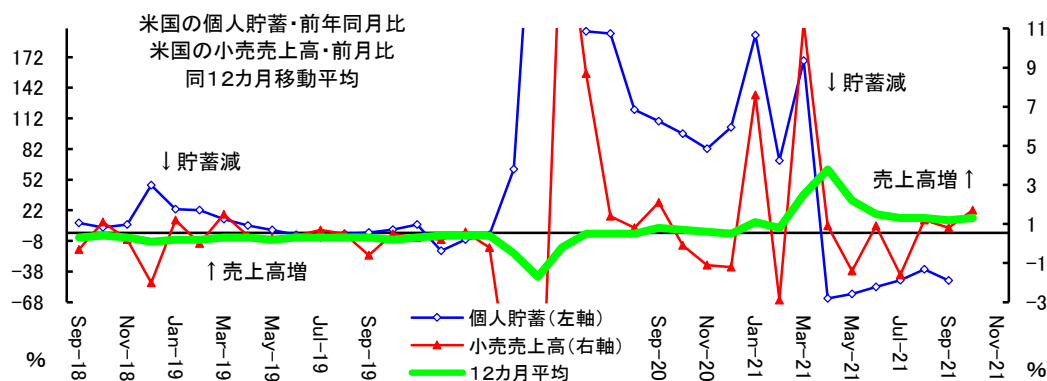
は最高が1.70%前後となっている。+0.1%として、12月にかけては1.80%超え方向の金利上昇余地が注視される（16日終値は1.63%前後）。

ちなみに2013年から昨年2020年までの8年で、12月の月間最高が10月を下回ったのは、2018年の-0.21%、2014年の-0.16%という2回のみにとどまっている。それ以外では2016年が+0.76%、2013年が+0.28%となるなど、10月比での大幅な金利上乘せケースも観測されてきた。

一方で米国での貯蓄率低下は、裏表で消費拡大と内需改善に寄与するケースも少なくない。連動する形で米国債金利の上昇とドル高のトレンドが形成され、日本株は外需関連株への収益プラス効果や、金融株の利ざや改善効果、ドル高・円安による輸出と海外収益などの底上げ効果もあり、日経平均株価は上昇基調が支援されるパターンも見られている。

米貯蓄率の前年比低下の局面では日経平均の前年同月比変化幅（月間高値の比較）が、最低でも+4000円幅から+6000円幅は上昇する連動相関性が観測されてきた。その点、来年の高値メドで参考になる今年の月間高値は、1月から10月にかけて2万8279円から3万0795円といった推移となっている。あくまで過去の前年比上昇実績に沿えば、来年は後半にかけて3万2000円超えから3万6000円超え方向を目指す可能性も非現実的ではない。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。